

**nuveen**

A TIAA Company



**FIXED-INCOME-AUSBLICK 2025**

# Die USA geben das Tempo vor

MEINUNGSARTIKEL. BITTE BEACHTEN SIE AUCH DIE WICHTIGEN HINWEISE AM ENDE DIESES ARTIKELS.

# In diesem Bericht

---

Anlagethemen für 2025	3
Die USA als weltweiter Tonangeber	4
Sektorausblick	7
Leveraged Finance	7
Schwellenländeranleihen	10
Entwickelte Märkte ohne USA	11
Securitized Credit	11
Preferred Securities	12
Investment-Grade-Anleihen	13
Steuerpflichtige Municipal Bonds	14
Steuerbefreite Municipal Bonds	15
Impact Investing	16
Multi-Sektor-Strategien	17
Autoren	18

---

# Anlagethemen für 2025



**Anders Persson, CFA®**

*Chief Investment Officer,  
Head of Global Fixed Income*

„Die USA geben das Tempo vor“ unterstreicht unsere Erwartung, dass die globalen Anleihemärkte den Vorgaben aus den USA folgen werden. Wir gehen davon aus, dass eine stärkere US-Wirtschaft und die Ungewissheiten in Bezug auf die politische Agenda der neuen US-Regierung bestimmen werden, wohin die Reise geht.

Im folgenden Abschnitt skizzieren wir, was dies für die verschiedenen regionalen Volkswirtschaften bedeutet. Wir erläutern die globalen makroökonomischen Faktoren, die das Jahr 2025 prägen werden – von der weichen Landung in den USA und dem Zinsanstieg in Japan bis hin zu den unterschiedlichen Geschichten der europäischen Volkswirtschaften und Chinas wirtschaftlichen Problemen.

Diese Faktoren haben Einfluss auf Anlagechancen und -risiken in den verschiedenen Segmenten der Fixed-Income-Märkte. Ihre konkreten Auswirkungen beleuchten wir in unseren Sektorausblicken. Auch wenn die Bewertungen in den meisten Segmenten der globalen Fixed-Income-Märkte inzwischen sehr hoch erscheinen: Entscheidend für den Ausblick auf das Anlagejahr 2025 sind die unverändert starken Fundamentaldaten und technischen Faktoren.

Vor diesem Hintergrund sollten Anleger opportunistisch und flexibel in ihren Fixed-Income-Allokationen bleiben. Bei unseren Anlageentscheidungen für 2025 orientieren wir uns an vier Themen:

1. Die verfügbaren Renditen sind so attraktiv wie seit über 15 Jahren nicht mehr und stellen einen attraktiven Einstiegspunkt für Fixed-Income-Anleger dar.
2. Die anhaltend höheren kurz- und langfristigen Zinsen bieten Anlegern gute Möglichkeiten, attraktive laufende Erträge zu generieren.
3. Für die Optimierung der risikobereinigten Renditen ist es wichtig, dass sich Anleger auf eine zeitweise erhöhte Volatilität durch mögliche neue politische Weichenstellungen und eine schwächere Wachstumsdynamik einstellen.
4. Der Schlüssel zu Diversifikation und Stabilität liegt in einem ausgewogenen Verhältnis von Duration und Kreditrisiko in Multi-Sektor-Portfolios.

Das Jahr 2025 bringt besondere Herausforderungen und Chancen für Investoren mit sich. Für den Anlageerfolg in diesem Umfeld ist es wichtig, dass Anleger die wirtschaftlichen Entwicklungen im Blick behalten, ihre Portfolios auf den erwarteten Zinspfad abstimmen und diversifizierte Strategien verfolgen.

# Die USA als weltweiter Tonangeber

*Obwohl die Zinsen in vielen – wenn auch nicht allen – entwickelten Anleihemärkten ihren Höchststand erreicht haben, bieten alle Fixed-Income-Sektoren Potenzial für solide Gesamtrenditen.*

*Die globalen Anleihemärkte werden im Jahr 2025 voraussichtlich den Vorgaben aus den USA folgen. Mit ihrer wachstumsstärkeren Wirtschaft und einer neuen Regierung, deren politische Agenda noch viele Fragen offen lässt, dürften die USA weltweit den Ton angeben.*

*Sorgen über eine mögliche Rezession in den USA, die Anfang 2024 im Vordergrund standen, haben deutlich abgenommen. Für 2025 erwarten wir eine weiche Landung der US-Wirtschaft mit einem voraussichtlich schwächeren Wachstum, einer nachlassenden Inflation und weiteren Zinssenkungen der US-Notenbank (Fed). Die Fiskal- und Regulierungspolitik der Trump-Administration bringt jedoch neue Unwägbarkeiten für die Weltwirtschaft und die weltweiten Finanzmärkte mit sich.*

---

## *Wirtschaftliche Stärke der USA*

Die Dynamik der US-Wirtschaft hat etwas nachgelassen, bleibt aber solide. Für 2024 wird ein reales BIP-Wachstum von etwa 2,5% erwartet, was eine Verlangsamung gegenüber dem sehr starken Wachstum von 3,2% im Jahr 2023 wäre. Wir rechnen mit einer Fortsetzung dieses Trends und einem Wachstum von knapp 2,0% im nächsten Jahr (Abbildung 1). Der Arbeitsmarkt hat sich bereits deutlich abgekühlt und die Arbeitslosenrate ist gegenüber dem konjunkturellen Tiefpunkt um rund 0,7% gestiegen. Wir rechnen mit einer weiteren Abkühlung am Arbeitsmarkt.

---

## *Unsicherer Inflationsausblick*

Die höhere Arbeitslosigkeit und das dementsprechend schwächere Wachstum der privaten Einkommen werden das Wirtschaftswachstum voraussichtlich bremsen. Gleichzeitig könnten sie jedoch auch den Inflationsdruck etwas verringern. Als Gegengewicht könnte sich die Aussicht auf weitere Steuersenkungen und eine expansivere Fiskalpolitik in den USA erweisen. Vor dem Hintergrund dieser miteinander konkurrierenden Kräfte dürfte sich die Inflation weiter auf einem relativ hohen Niveau halten. Die Kernrate der Güterpreis-inflation ist bereits auf den Zielwert zurückgekehrt, während die Kernrate der Dienstleistungsinflation hartnäckig hoch bleibt, was insbesondere an der Wohnkostenkomponente liegt.

---

## *Potenzielle kurzfristige Stimulusmaßnahmen*

In diesem Umfeld dürfte die Fed ihren Lockerungskurs beibehalten, aber vorsichtig agieren und weniger Zinssenkungen vornehmen, als bisher erwartet. Wir prognostizieren einen „Endzins“ von 3,75% – 4,00% für die USA. Das ist wesentlich mehr, als die Fed selbst vorhersagt: Ihre Zinsprognosen gehen aktuell von einem längerfristigen Zinssatz von knapp unter 3,0% aus.

Diese Lücke spiegelt weitgehend unsere Erwartungen an kurzfristige fiskalische Anreize wider, die nach dem Ausgang der US-Wahlen im Jahr 2024 immer wahrscheinlicher werden. Statt das Wachstum in den Jahren 2026-27 zu bremsen, dürften Steuersenkungen einen kleinen fiskalischen Impuls auslösen. Die Fed wird diese Dynamik vermutlich teilweise ausgleichen. Dadurch dürften die kurzfristigen Zinssätze höher bleiben, als ansonsten zu erwarten wäre.

---

## *Handelspolitische Risiken*

Die neue US-Regierung plant umfassende Zölle in Höhe von 10% auf alle Importe und gezieltere, höhere Zölle auf Waren aus bestimmten Ländern, insbesondere China. Derartige Maßnahmen dürften zu schnellen Preissteigerungen führen, Vergeltungszölle anderer Länder nach sich ziehen und den Dollar aufwerten lassen. Unter dem Strich dürfte eine derartige Entwicklung das Wachstum mittelfristig bremsen.

---

## *Attraktives Renditeniveau*

Auf der Grundlage unseres makroökonomischen und politischen Ausblicks erwarten wir, dass die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im Jahr 2025 bei 4,25% bis 4,75% verankert bleiben wird. Positive Abweichungen von dieser Prognose könnten sich durch umfangreichere fiskalische Impulse, einen erneuten Anstieg der Inflation oder eine unerwartet starke Arbeitsmarktsituation ergeben. Durch aggressivere Zollerhöhungen dagegen könnte das Wachstum schwächer ausfallen als erwartet, was die Fed zu einer stärkeren Lockerung der Zinsen veranlassen könnte.

---

## *Europa: Wachstum in Sicht*

In Europa wird für 2024 mit einem moderaten BIP-Wachstum von 1% gerechnet, gestützt durch robuste Arbeitsmärkte und die Abkehr der Europäischen Zentralbank (EZB) von ihrer restriktiven Geldpolitik. Die EZB wird ihren Zinssenkungszyklus im Jahr 2025 voraussichtlich fortsetzen, sodass der Einlagenzinssatz bis Ende des Jahres bei 1,75% liegen dürfte. Mehrere Faktoren könnten zu einer weiteren Wachstumsbelebung im Jahr 2025 führen. Neben der Lockerung der Geldpolitik gehören dazu höhere Verbraucherausgaben aufgrund steigender Realeinkommen, eine mögliche Belebung der Exportnachfrage durch Konjunkturmaßnahmen in China und eine Wiederauffüllung der Lager, nachdem der Lagerabbau inzwischen abgeschlossen sein dürfte. Allerdings könnte die Unsicherheit in Bezug auf die Zollpläne der neuen US-Regierung die Stimmung belasten und das reale BIP-Wachstum im Jahr 2025 um 0,3% bis 0,5% verringern. In diesem Fall wäre im nächsten Jahr nur noch mit einem Wachstum von unter 1% zu rechnen.

## Deutschland in der Krise

Die Stimmung in Deutschland, Europas größter Volkswirtschaft, ist aufgrund hoher Energiekosten, geopolitischer Spannungen und einer strukturellen Verlangsamung der Produktionstätigkeit bereits gedreht. Die Gefahr von US-Zöllen könnte das Vertrauen weiter schwächen, Deutschland in eine leichte Rezession stürzen und weitere Konjunkturmaßnahmen erforderlich machen.

Nach dem Aus der Regierungskoalition haben deutsche Anleiheanleger bereits begonnen, derartige Stimulusmaßnahmen einzupreisen. Die für Februar terminierten Neuwahlen könnten zwar eine stabilere Koalition hervorbringen und den Weg für eine größere haushaltspolitische Flexibilität ebnen. Angesichts der Wahrscheinlichkeit langwieriger Koalitionsverhandlungen sind für 2025 jedoch keine maßgeblichen Veränderungen zu erwarten. Auch könnte eine Reform der im Grundgesetz verankerten Schuldenbremse, die das jährliche Haushaltsdefizit auf 0,35% des BIP begrenzt, auf politischen Widerstand stoßen.

Wir halten den durch die haushaltspolitischen Entwicklungen bedingten Anstieg der Bund-Renditen für überzogen und ein wieder zunehmendes Anlegerinteresse an deutschen Bundesanleihen für wahrscheinlich. Die Jagd nach höheren Renditen könnte die negativen Auswirkungen geopolitischer Entwicklungen auf die Risikoaufschläge von Anleihen kompensieren und die Spreads in Peripherieländern wie Spanien und Italien stützen. Gleichzeitig könnte ein ungünstiges fiskalisches Umfeld die Nachfrage nach französischen Staatsanleihen dämpfen.

## Mehrjähriges Zinshoch in Japan

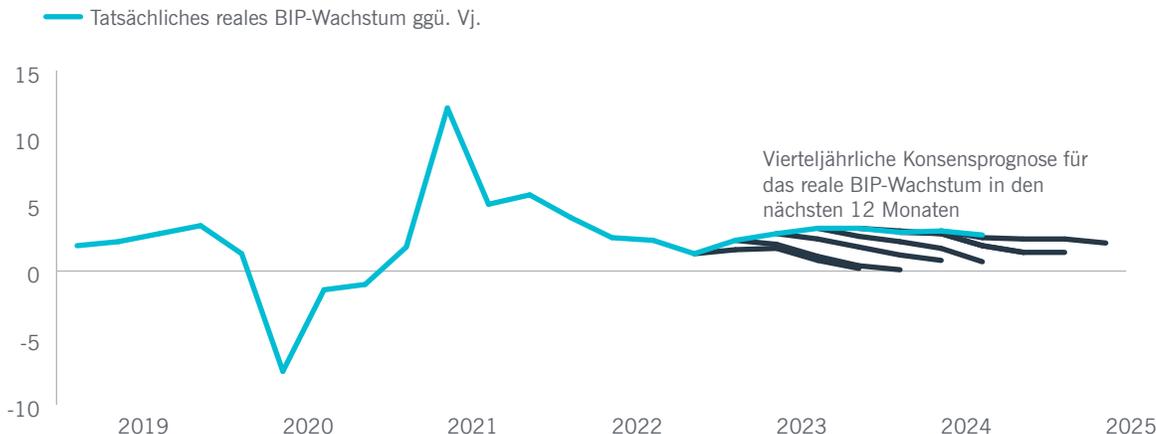
Während andere Notenbanken ihre Geldpolitik gelockert haben, dürften die Hinweise auf eine anhaltende Inflation die Bank of Japan dazu veranlassen, ihre Geldpolitik im Jahr 2025 weiter zu normalisieren. Während die politische Unsicherheit im Nachgang der Wahlen eher für eine expansivere Fiskalpolitik und eine stärkere Straffung der Geldpolitik spricht, dürfte eine allmähliche Anhebung der Zinssätze den Leitzins bis zum Jahresende auf 1% bringen, bei einem prognostizierten realen BIP-Wachstum von 1,2%. Das letzte Mal, dass der japanische Leitzins 1% betrug, war vor fast 30 Jahren – im Jahr 1995.

## Unterschiedliche Performance der Schwellenländer

Ein Umfeld längerfristig höherer US-Zinsen und geopolitischer Spannungen könnte auch den wirtschaftlichen Ausblick für die Schwellenländer trüben. Länder mit stabilen wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen sind am besten aufgestellt, um geopolitischen Risiken standzuhalten. Unterdessen dürften Länder, die etwaige US-Handelsbeschränkungen stärker zu spüren bekommen, unterdurchschnittlich abschneiden. Dadurch besteht ein gewisses Abwärtsrisiko für die chinesische Wirtschaft, wobei die Erwartungen an das reale BIP-Wachstum in China im Jahr 2025 unseren Analysen zufolge zwischen 4,3% und 4,8% liegen, da unsicher ist, wann die USA Strafzölle einführen werden.

**Abb. 1: Unterschätzung der Wachstumserwartungen in den USA – und weltweit**

Die Konsenswachstumsprognosen waren in der Vergangenheit durchweg zu pessimistisch



Datenquellen: Bloomberg und BEA (Bureau of Economic Analysis), 31. März 2019 – 30. Juni 2025.



# Sektorausblick

## Leveraged Finance

### Breit syndizierte Kredite (Senior Loans)

- Von der Trump-Regierung wird eine wachstumsförderliche Politik erwartet, durch die die Zinsen nicht nur am kurzen Ende der Kurve, sondern auch insgesamt erhöht bleiben dürften. Das wäre positiv für breit syndizierte Kredite, eine Anlageklasse, die Anlegern in einem solchen Umfeld neben einer Abschirmung gegen traditionelle Zinsrisiken hohe laufende Erträge bieten dürfte (Abbildung 2).
- Technische Faktoren dürften die Kurse am Sekundärmarkt stützen, während sich durch M&A-Aktivitäten Möglichkeiten für Neuemissionen und die Veranlagung von Barmitteln zu einer attraktiven Verzinsung eröffnen dürften.

Das Nettoneuemissionsvolumen hat sich seit Anfang 2024 gegenüber 2023 fast verdoppelt und wir rechnen auch im Jahr 2025 mit einem bedeutenden Wachstum.

- Durch ihre einzigartige Kuponstruktur mit einer variablen Verzinsung sind breit syndizierte Kredite kaum mit dem breiten US-Anleihemarkt korreliert. Die vorrangige Positionierung von Senior Loans innerhalb der Kapitalstruktur führt zudem zu einer geringen Volatilität pro Renditeeinheit und damit zu attraktiven risikobereinigten Renditen.
- Obwohl die Ausfallrate dank einer wachstumsförderlichen Politik relativ niedrig bleiben dürften, sollten Anleger weiter auf eine hohe Portfolioliquidität achten. Ein aktives Management und eine Fokussierung auf die Vermeidung von Abwärtsrisiken werden von entscheidender Bedeutung sein.

**Abb. 2: Senior Loans bleiben eine der renditestärksten Anlageklassen an den öffentlichen Märkten**

Yield-to-Worst verschiedener Fixed-Income-Sektoren



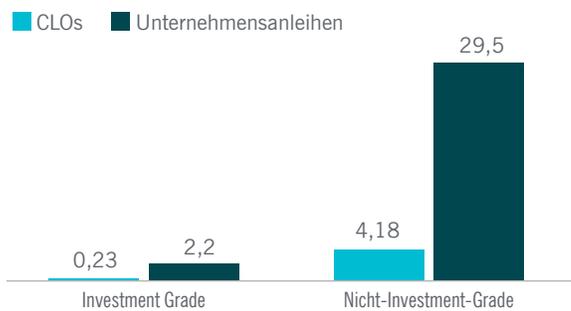
Datenquellen: BofA, Bloomberg LP, Credit Suisse, Stand: 30. Nov. 2024. **Repräsentative Indizes:** **US-Staatsanleihen:** Bloomberg U.S. Treasury Index; **3-monatige US-Schatzwechsel:** U.S. Treasury 3-Month Rendite; **Hochverzinsliche Municipal Bonds:** Bloomberg Municipal Bond (HY) Index (TEY zu Steuersatz von 40,8%); **Mortgage-Backed Securities (MBS):** Bloomberg U.S. Mortgage-Backed Securities Index; **Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS):** ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate CMBS; **forderungsbesicherte Wertpapiere (ABS):** ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate ABS; **Investment-Grade-Unternehmensanleihen:** Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index; **EM-Staatsanleihen:** JPM EMBI Global Diversified; **EM-Unternehmensanleihen:** JPM CEMBI Diversified; **Preferred Securities:** ICE BofA U.S. All Capital Securities Index; **Senior Loans:** Credit Suisse Leveraged Loan Index; **High-Yield-Unternehmensanleihen:** Bloomberg U.S. Corporate High Yield 2% Issuer Capped Index; **Hypothekenkredite:** JPM CRT Mortgage Credit Reference Index. **Die Performanceangaben beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit und sind keine Vorhersage oder Garantie für künftige Ergebnisse. Eine Direktanlage in einen Index ist nicht möglich.**

**Collateralized Loan Obligations (CLOs)**

- Vor dem Hintergrund einer voraussichtlich wachstumsförderlichen Wirtschaftspolitik in den USA dürften die Belebung des M&A-Marktes und eine ausgewogenere Angebots- und Nachfragedynamik am Senior-Loan-Markt im Jahr 2025 zu höheren CLO-Neuemissionen führen.
- Der CLO-Markt erlebte im Jahr 2024 einen Boom, geprägt von hohen Reset- und Refinanzierungsaktivitäten, da die rückläufigen CLO-Spreads die Finanzierungskosten für die in Vorjahren durchgeführten Transaktionen reduzierten. Höher als im Zeitraum Januar bis Mitte November 2024 (364 Mrd. USD) war das CLO-Emissionsvolumen nur im Jahr 2021 (381 Mrd. USD). Für 2025 wird ein noch höheres CLO-Emissionsvolumen erwartet als im Jahr 2024.
- Die Emissionen des Jahres 2024 wurden vom Markt gut absorbiert. Grund dafür waren (i) neue Marktteilnehmer, (ii) eine attraktive Rendite im Vergleich zu ähnlichen / verwandten Anlageklassen und (iii) eine höhere Sensitivität gegenüber dem Zins-/Kapitalbindungsrisiko. Wir gehen davon aus, dass diese Faktoren (in unterschiedlichem Ausmaß) auch im Jahr 2025 bestehen bleiben werden (Abbildung 3).
- Im Jahr 2025 dürfte die Kombination günstiger technischer und fundamentaler Faktoren für Senior Loans und CLOs die CLO-Spreads stützen und dem CLO-Equity-Teilektor Rückenwind verleihen.
- CLOs haben sich als attraktive Ergänzung zu anderen alternativen Anlageklassen und traditionellen Festzinsanlagen etabliert, wobei die CLO-Kapitalstruktur Anlegern verschiedene Optionen entlang des Risiko-Rendite-Spektrums bietet.

**Abb. 3: Weniger CLO-Ausfälle bei höheren Renditen gegenüber Unternehmensanleihen**

Kumulierte Verlustraten von CLOs (1993–2023) und Unternehmensanleihen (1998–2023)



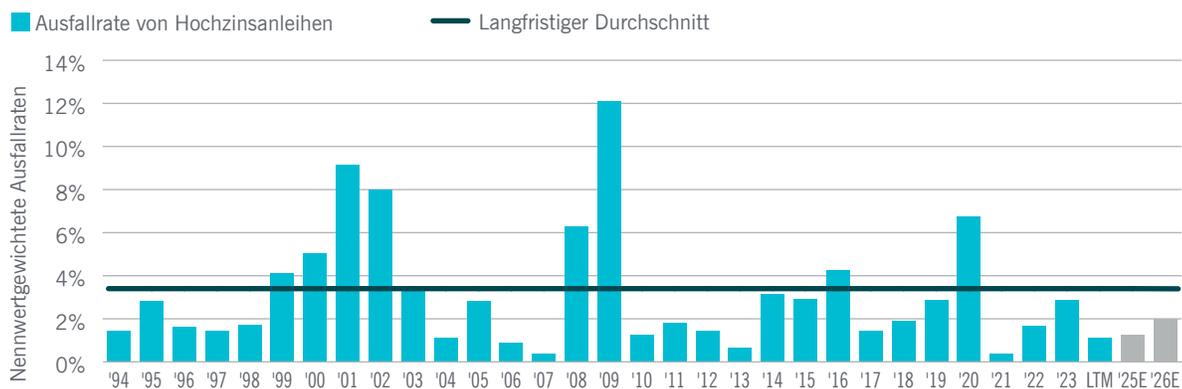
Datenquellen: Unternehmensanleihen: 10-Jahres-Durchschnitt der kumulierten globalen emittentengewichteten Ausfallrate nach alphanumerischem Rating, 1998-2023 aus Moody's „Default Trends – Global: Annual default study: Corporate default rate to moderate in 2024 but remain near its long-term average“; CLOs: US-CLOs, 10-Jahres-Durchschnitt der unbereinigten kumulierten Verlustraten (WR) nach ursprünglichem Rating, 1993-2023, aus Moody's „Impairment and loss rates of global CLOs: 1993-2023.“

CLO Debt-Renditen im Vergleich zu Unternehmensanleihen mit ähnlichem Rating (%)<sup>2</sup>



Datenquellen: Nuveen, Bloomberg, JPMorgan und Bank of America, Stand: 30. Sept. 2024. **Repräsentative Indizes: Investment-Grade-Unternehmensanleihen AAA-BBB:** Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index; **High-Yield-Unternehmensanleihen BB-B:** ICE BofA US High Yield Index; **Investment-Grade- und hochverzinsliche CLOs AAA-BBB:** J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation Index (CLOIE); **CLO Equity:** US BSL CLO Equity Distributions (IO) Median. Unterschiedliche Benchmarks, wirtschaftliche Phasen, Methoden und Marktkonditionen führen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Es besteht keine Gewähr, dass eine Anlageklasse oder ein Index im Zeitablauf eine positive Performance erzielen werden. **Eine Direktanlage in einen Index ist nicht möglich.**

**Abb. 4: Für 2025 werden erneut Ausfallraten unter dem historischen Durchschnitt erwartet**



Datenquelle: J.P. Morgan, 2000 - 2026 (Schätzung), Stand: Nov. 2024. LTM: Letzte 12 Monate.

### **US-High-Yield-Unternehmensanleihen**

- Der US-amerikanische High-Yield-Markt bietet derzeit attraktive Renditen von über 7%. Die Handelspolitik, eine Reform der Einwanderungspolitik und regulatorische Änderungen könnten Auswirkungen auf den Lockerungszyklus der Fed haben und zu erheblichen Performanceunterschieden zwischen Sektoren beitragen. Mit einer durchschnittlichen Duration von rund drei Jahren bieten Hochzinsanleihen einen besseren Schutz gegenüber der Zinsvolatilität als Investment-Grade-Anleihen und Staatsanleihen. Durch ihre höhere Gesamtverzinsung (All-in-Yield) bieten sie zudem eine bessere Verlustabsicherung als Aktien. Darüber hinaus handelt es sich bei den meisten High-Yield-Emittenten um kleinere Unternehmen, die einen Großteil ihrer Umsätze in den USA erwirtschaften und dadurch weniger stark durch Zölle belastet werden als höher kapitalisierte, stärker international ausgerichtete Unternehmen.
- Solange es nicht zu einem starken Wachstumseinbruch kommt, sollten Hochzinsanleihen weiter attraktive risikobereinigte Renditen bieten. Die Credit Spreads sind zwar auf historische Tiefstände gesunken. Die Marktfundamentaldaten sind jedoch weiterhin stark und es werden anhaltend niedrige Ausfallraten prognostiziert (Abbildung 4).

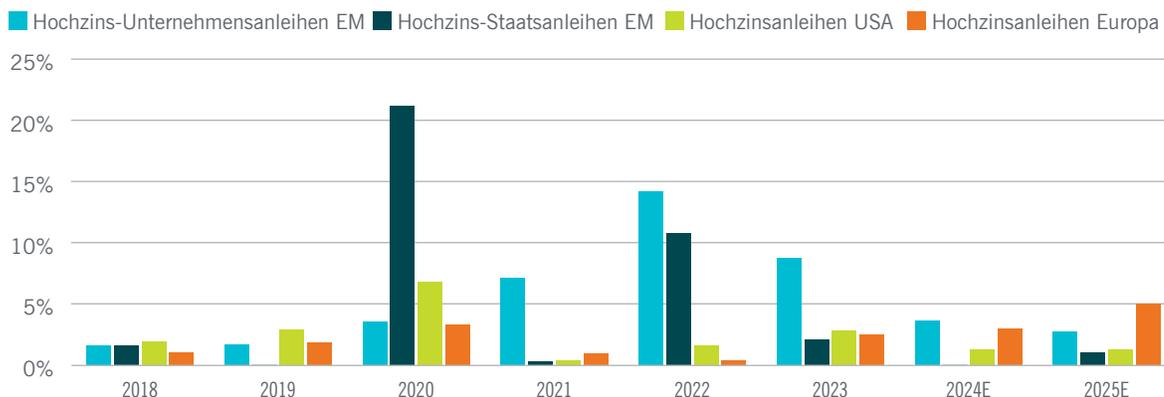
Die Anlageklasse profitiert von einer insgesamt höheren Qualität: Fast 50% der im Umlauf befindlichen Anleihen sind mit BB bewertet und nur rund 10% haben ein CCC-Rating. Die Emittenten haben allgemein starke Bilanzen und das günstige makroökonomische Umfeld verbessert den Ausblick für Hochzinsanleihen zusätzlich.

- Investoren sollten wachsam bleiben, da makroökonomische Unsicherheit zu deutlichen Performanceunterschieden zwischen Sektoren und Emittenten führen wird. Dadurch sollten aktive Manager mit einem robusten Credit-Underwriting-Prozess in der Lage sein, Chancen zu nutzen, die sich durch relative Bewertungsunterschiede ergeben, und Alpha im liquiden Teil des Marktes zu generieren. In unseren Total-Return-Portfolios und ausgewählten Portfolios höherer Qualität setzen wir auf Anleihen mit Renditen zwischen 7% und 10% (oder Spreads von +300 bis 500 BPS gegenüber 5-jährigen US-Staatsanleihen). Der Telekommunikationssektor ist ein potenziell attraktiver Bereich, in dem ausgewählte Emittenten gut positioniert sind, um von Wachstumstreibern wie der künstlichen Intelligenz zu profitieren.

## Schwellenländeranleihen

- Zum Jahreswechsel 2024/25 sind die Fundamentaldaten der Emerging Markets (EM) solide. Die wirtschaftlichen Puffer sind größtenteils wieder aufgebaut worden, zum Teil mit Unterstützung des Internationalen Währungsfonds (IWF), und viele angeschlagene Volkswirtschaften haben vor Kurzem Umschuldungen abgeschlossen. Das Verhältnis von Hochstufungen zu Herabstufungen von 2:1 sorgt ebenfalls für Unterstützung. Der offene Marktzugang für Unternehmens- und Staatsanleihen, selbst im High-Yield-Bereich, stimmt uns zuversichtlich.
- Wir gehen von einem anhaltend starken fundamentalen Umfeld aus. Für hochverzinsliche EM-Unternehmensanleihen wird eine Ausfallrate von 2,7% prognostiziert, die damit deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt und auf dem niedrigsten Stand seit 2019 läge. Für hochverzinsliche Staatsanleihen prognostizieren wir für 2025 eine Ausfallrate von unter 1%, die damit ebenfalls deutlich unter dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre von knapp 7% und dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre von rund 2% liegen würde (Abbildung 5).
- Die Diversifikation bleibt eines der attraktivsten Merkmale der Anlageklasse. Wir halten einige Bereiche für attraktiv bewertet – angesichts der engeren Credit Spreads und der Tatsache, dass ein Großteil des „leichten Geldes“ bei den Recoveries im Distressed-Bereich bereits realisiert ist, sollten Investoren bei ihren Anlageentscheidungen jedoch wachsam bleiben.
- EM-Unternehmensanleihen bieten weiterhin außergewöhnliche Alpha-Chancen und werden in einem diversifizierten Portfolio am besten durch Staatsanleihen ergänzt. Wir bevorzugen Unternehmensanleihen aus stabilen Ländern wie Mexiko, Brasilien und Südafrika. Mexikanische Unternehmensanleihen profitieren trotz der Sorgen über höhere Zölle von der starken Bindung Mexikos an die USA. Brasilien hat zahlreiche weltweit wettbewerbsfähige Unternehmen mit erfahrenen Führungsteams zu bieten. Südafrikas stabile Regierung und Stromerzeugung sorgen für ein sich verbesserndes Geschäftsumfeld. In der Türkei, die zu den Nachzüglern gehört, bevorzugen wir Unternehmen, die gut aufgestellt sind, um Währungsschwankungen standzuhalten. Unternehmensanleihen aus Argentinien sehen wir weiterhin skeptisch.
- Staatsanleihen aus Schwellenländern bieten weiterhin überdurchschnittliche Risikoaufschläge und attraktive relative Bewertungen im Vergleich zu den entwickelten Märkten, wo die Credit Spreads auf historische Tiefstände gesunken sind. Stabile Länder mit fundamental stabilen Kreditprofilen wie Peru, Ungarn und Saudi-Arabien bieten tiefe, liquide Anleihekurven mit attraktiven Spreadaufschlägen. Unter den Frontier-Märkten sehen wir Anlagechancen in Angola und Ägypten, wo fast zweistellige Renditen zu haben sind. Ein attraktiver Reformstaat ist die Elfenbeinküste, deren Regierung weiterhin Fortschritte bei der politischen und wirtschaftlichen Stabilisierung des Landes macht. Unter den Ländern, die sich in größeren Finanzierungsnöten befinden, sind wir optimistisch für Ecuador, dessen Regierung offen für finanzpolitische Reformen ist.
- Sich verbessernde Fundamentaldaten und eine allgemein orthodoxe Geld- und Fiskalpolitik stellen wichtige Quellen der Stabilität für die lokalen Märkte der Schwellenländer dar. Wir sehen Prämien in Ländern mit maßvolleren Lockerungszyklen wie Südafrika und Polen. Angesichts der Sorgen über höhere Zölle behalten wir die unterschiedliche Geld- und Fiskalpolitik der Länder im Auge und gehen davon aus, dass sich Währungen mit einer stärkeren Bindung an den US-Dollar, wie z.B. der uruguayische Peso und ausgewählte Frontier-Währungen, gegenüber dem Euro gut entwickeln werden.

**Abb. 5: Die Ausfallraten von hochverzinslichen Unternehmensanleihen werden voraussichtlich sinken**



Datenquelle: J.P Morgan, Stand: 26. Nov. 2024. Die EM-Ausfallraten beinhalten Distressed Exchanges, bei denen den Gläubigern ein neuer oder restrukturierter Kredit oder ein neues Paket von Wertpapieren, Barmitteln oder Assets angeboten wird, was die finanziellen Verpflichtungen verringert.

---

## Entwickelte Märkte ohne USA

- Der Ausblick für 2025 ist mit Unsicherheiten behaftet. In Verbindung mit hohen Bewertungen spricht dies für die Sicherstellung einer ausreichenden Liquidität und ausgewogenen Risikopositionierung in Portfolios. Wir konzentrieren uns auf eine optimale Positionierung in den wichtigsten Staatsanleihemärkten und die Ausnutzung relativer Bewertungsunterschiede zwischen Kreditmärkten, um Überrenditen zu erzielen.
- Bei Staatsanleihen rechnen wir mit einer möglicherweise unterschiedlichen Ausrichtung der Geldpolitik, wobei der Einfluss der Fed hoch bleiben dürfte. Wir sehen Spielraum für weitere Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank und die Bank of England, während die japanische Notenbank ihre Geldpolitik voraussichtlich weiter straffen wird. Obwohl die Performance der verschiedenen globalen Staatsanleihemärkte unterschiedlich ausfallen dürfte, bleiben wir insgesamt vorsichtig in Bezug auf die Duration und bevorzugen eine neutralere Ausrichtung.
- Die Politik wird weiter im Vordergrund stehen, da die Frage nach der konkreten Ausgestaltung der politischen Agenda der neuen US-Regierung – insbesondere in Bezug auf Zölle und internationale Beziehungen – die Märkte am meisten beschäftigen wird. Außerdem werden in Deutschland, Kanada und Australien Wahlen stattfinden. Angesichts der schwachen Wachstumsdynamik in Europa und der Tatsache, dass das politisch tief gesplante Frankreich seiner Führungsrolle in der EU nicht mehr nachkommen kann, werden die Wahlen in Deutschland besonderes Gewicht haben. Die Spannungen zwischen den USA und China sind Ausdruck eines strategischen Wettbewerbs.
- Wir sehen Wertpotenzial bei länger laufenden japanischen Staatsanleihen und betrachten deutsche Bundesanleihen als defensive Allokation. Da sich Frankreich weiterhin in einer politischen Krise befindet, bleiben wir in diesem Markt kurzfristig untergewichtet. Sollten sich die Spreads französischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen jedoch deutlich und übermäßig ausweiten, würden wir ein opportunistisches Engagement in diesem Markt in Erwägung ziehen. Da es im Vorfeld wichtiger Wahlen in Kanada, Australien und Deutschland zu längeren Phasen einer erhöhten, von den Staatsanleihemärkten ausgehenden Volatilität kommen könnte, werden wir eine ausreichende Flexibilität wahren, um schnell reagieren zu können.
- Im Unternehmenssektor verdeutlicht der Verdrängungswettbewerb, dem sich die deutsche Automobilindustrie angesichts Chinas aggressiver Expansion gegenübersehen, den Druck auf zyklische Sektoren. Europäische Finanzsektoren erscheinen weiterhin attraktiv und europäische Investment-Grade-Unternehmensanleihen bleiben eine solide Option zur Stärkung der Rendite kurzfristiger Positionen.
- China bleibt ein Tempomacher für die entwickelten Märkte, wobei offen ist, wie sich potenziell aggressive US-Importzölle auswirken werden. Die chinesischen Konjunkturmaßnahmen könnten auch positive Auswirkungen in entwickelten Märkten haben, die weiterhin mit China handeln. Jede Verschärfung der Spannungen mit den USA – einschließlich zunehmender Konflikte mit Taiwan und den Philippinen – könnte das geopolitische Klima verschlechtern.

- Die japanische Zentralbank wird ihre Geldpolitik voraussichtlich weiter straffen – wir rechnen mit zwei weiteren Zinserhöhungen. Außerdem behalten wir die mögliche Einführung neuer Zölle in den USA und eine potenziell expansivere US-Fiskalpolitik genau im Auge, obwohl es aktuell danach aussieht, dass dies nur geringfügige Auswirkungen auf Staatsanleihen haben wird.

---

## Securitized Credit

### **Mortgage-Backed Securities (MBS)**

- Die Anlegernachfrage nach MBS ist weiterhin hoch, vor allem unter Versicherern und Investmentmanagern. Ein Rückgang der Nettoneuemissionen im Jahr 2025 dürfte die Bewertungen stützen und Chancen für Total-Return-Strategien bieten.
- Im Zuge des günstigeren Regulierungsumfelds und einer vorteilhafteren Renditekurve werden die MBS-Märkte weitere Kapitalzuflüsse von Banken verzeichnen.
- Das fundamentale Umfeld für Hypothekenkredite bleibt stark, da die Hauspreise im Jahresverlauf um 3% bis 5% steigen dürften. Verglichen mit Unternehmens- und Staatspapieren bieten MBS-Instrumente auf kreditneutraler Basis eine attraktive Verzinsung.
- Die Chancen dürften sich auf Sektoren höherer Qualität verlagern: Agency-MBS und hochwertige Non-Agency-Wertpapiere profitieren von starken technischen Faktoren, soliden Fundamentaldaten und Renditen. Im Securitized-Credit-Bereich kann eine breitere Diversifikation mit einer Konzentration auf die Stärken der einzelnen Segmente zu einer besseren Abschirmung von Portfolios gegenüber der Marktvolatilität beitragen.

### **Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)**

- Die CMBS-Bewertungen haben ähnlich wie der Gewerbeimmobilienmarkt insgesamt unter Druck gestanden. Obwohl die Lage in Teilen des Büromarktes im Jahr 2025 schwierig bleiben wird, halten wir Warnungen vor einer breiteren Ansteckung und Welle von Zahlungsausfällen im Gewerbeimmobiliensektor für übertrieben.
- Kredite zur Finanzierung von Immobilienkäufen dürften im Jahr 2025 einen größeren Teil des Marktes ausmachen. Nachdem das Transaktionsvolumen im Jahr 2024 durch höhere Kapitalkosten und eine erhöhte Marktunsicherheit gedämpft wurde, zeichnet sich wieder ein größeres Käuferinteresse ab.
- Die Kreditnehmer akzeptieren, dass billiges Kapital nicht mehr die Norm ist, und die Transaktionstätigkeit zieht langsam wieder an. Bestimmte Segmente des Büromarktes sowie US-amerikanische Conduit Bonds – steuerbefreite Municipal Bonds, hinter denen privatrechtliche Zweckgesellschaften stehen – werden noch häufig übersehen und können potenziell attraktive Gesamrenditen bieten.

**Abb. 6: Wachstum des ABS-Marktes**



Datenquelle: JP Morgan 2025 Ausblick 2014-2025 (Schätzung), Stand der Daten: 26. Nov. 2024.

**Asset-Backed Securities (ABS)**

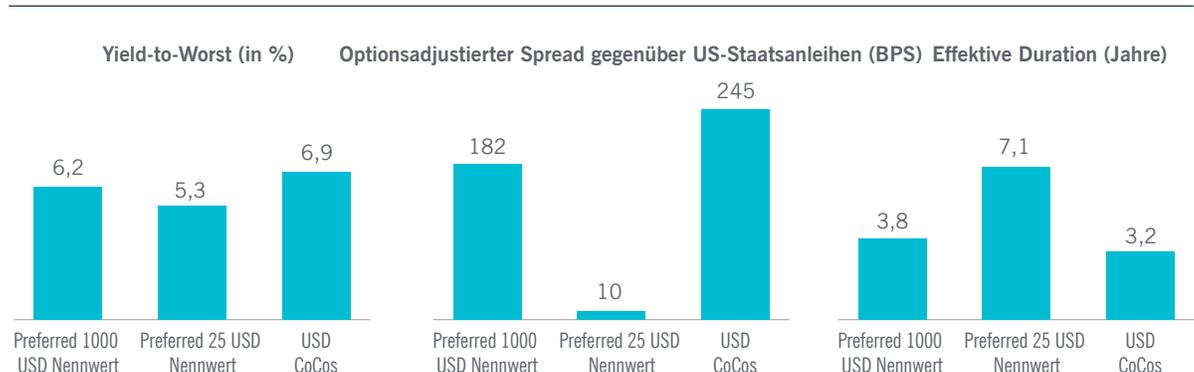
- Im Jahr 2024 verzeichnete der ABS-Markt das höchste Neuemissionsvolumen seit der globalen Finanzkrise und positive Trends bei verschiedenen Messgrößen wie der Anzahl der Sponsoren und der Art der Sicherheiten (Abbildung 6). Dieses Rekordwachstum von 25% bis 30% pro Jahr beizubehalten dürfte schwierig sein. Einige Sektoren sollten jedoch weiterhin von strukturellem Aufwind profitieren.
- In einem expandierenden Markt dürften esoterische ABS ein wesentlicher Wachstumstreiber sein. Wir gehen davon aus, dass dieses bei Anlegern zunehmend etablierte Segment weiterhin eine bedeutende Quelle attraktiver risikobereinigter Renditen darstellen wird. Esoterische ABS bieten attraktive Spreads, robuste Cashflow-Profile und eine Diversifikation gegenüber traditionellen Anlageklassen.

- Obwohl wir mit einer weichen Landung der Wirtschaft rechnen, dürfte das ABS-Marktumfeld in Zukunft weiter vor allem durch Makrofaktoren wie Arbeitslosigkeit, Wirtschaftswachstum und Inflation bestimmt werden. Eine weiche Landung der Wirtschaft dürfte zu einer anhaltend robusten Performance von Kreditanlagen führen.

**Preferred Securities**

- Eine weiche Landung der US-Wirtschaft sollte positiv für Preferred Securities sein. Die Bank-Bilanzen sind weiterhin stark, wobei hohe Ratings durch hohe Eigenkapitalanforderungen gestützt werden. Wie die Fed-Politik und das Regulierungsumfeld unter einer Trump-Regierung aussehen werden, ist weniger klar. Aus der Kreditperspektive haben die hohen Eigenkapitalanforderungen und das strenge regulatorische Regime für ein starkes fundamentales Umfeld gesorgt. Zusammen mit den attraktiven, steuerbegünstigten Renditen hat dies das Anlegerinteresse verstärkt. Diese Nachfrage dürfte auch im Jahr 2025 anhalten.
- Preferred Securities mit einem Nennwert von 1.000 USD und CoCos in USD weisen höhere optionsadjustierte Spreads (OAS) und Renditen auf als Preferred Securities mit einem Nennwert von 25 USD. Preferred Securities mit einem Nennwert von 1.000 USD und CoCos in USD weisen auch eine durchschnittlich nur rund halb so hohe Duration auf wie Preferred Securities mit einem Nennwert von 25 USD, was die beiden erstgenannten Segmente auf risikobereinigter Basis noch attraktiver macht (Abbildung 7).
- Wir rechnen im Jahr 2025 mit einem leicht positiven Nettoangebot.

**Abb. 7: Preferred Securities mit einem Nennwert von 1.000 USD und CoCos bieten attraktive Spreads, Renditen und Duration**



Datenquelle: Bank of America, 31. Okt. 2024. Die Performanceangaben beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit und sind keine Vorhersage oder Garantie für zukünftige Ergebnisse. Repräsentative Indizes: Preferred Securities mit 1.000 USD Nennwert: ICE BofA U.S. Institutional Capital Securities Index; Preferred Securities mit 25 USD Nennwert: ICE BofA Core Plus Fixed Rate Preferred Index; Contingent Capital (CoCo): ICE USD Contingent Capital Index.

## Abb. 8: Die Investment-Grade-Renditen sind weiterhin attraktiv

Yield-to-Worst (%) von US-Investment-Grade-Anleihen



Datenquelle: Bloomberg, 30. Juni 2009 - 31. Okt. 2024, tägliche Yield-to-Worst. Die Performanceangaben beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit und sind keine Vorhersage oder Garantie für zukünftige Ergebnisse. Repräsentativer Index: US-Investment-Grade: Bloomberg U.S. Corporate Index.

Die jüngste Anpassung der Ratingmethodik von Moody's in Bezug auf die Eigenkapitalanrechnung für hybride Unternehmensanleihen erhöht die Attraktivität von Corporate Hybrids innerhalb der Kapitalstruktur von US-Unternehmen. Zusammen mit dem stark steigenden Investitionsbedarf im Versorgungssektor aufgrund des KI-Booms dürfte dies zu einem gut gefüllten Emissionskalender beitragen. Dieses Neuangebot dürfte jedoch auf eine robuste Anlegernachfrage treffen, was die Auswirkungen auf die Gesamtbewertungen begrenzen wird.

- Angesichts des stark regulierten Charakters von Banken, Versicherungen und Versorgungsunternehmen betrachten wir Preferred Securities als risikoärmere Möglichkeit, durch Investitionen weiter unten in der Kapitalstruktur höhere Spreads und Renditen zu erzielen.

### Investment-Grade-Anleihen

- Der konstruktive Ausblick für die US-Wirtschaft, solide Unternehmensfundamentaldata und positive technische Faktoren sorgen für ein günstiges Umfeld für Unternehmen mit Investment-Grade-Rating. Für 2025 erwarten wir steigende Unternehmensgewinne und Cashflows.
- Angetrieben durch auslaufende Anleihen, höhere Anlageinvestitionen und potenzielle M&A-Aktivitäten dürfte die Emissionstätigkeit zunehmen. Im Vorfeld der US-Wahlen bemühten sich die Kreditnehmer darum, sich Finanzierungen mit kürzeren Laufzeiten zu sichern, und dieser Trend dürfte anhalten, bis

mehr Klarheit über die politische Agenda der neuen Regierung herrscht. Das lange Ende der Kreditkurve ist weiterhin zu flach und die Kurse sind zum Teil zu hoch. Das 5- bis 10-Jahres-Segment der Kurve bietet mehr Wertpotenzial bei attraktiven Renditen (Abbildung 8).

- Langfristig positive strukturelle Faktoren stützen den Bankensektor, der von einer hohen Aktivaqualität, Kreditwachstum und einer regen Kapitalmarktaktivität profitiert. Unternehmen aus der Telekommunikationsindustrie, einschließlich Betreibern von Funktürmen und Rechenzentren, sind gut aufgestellt, um von der soliden zugrunde liegenden Nachfrage und hohen Markteintrittsbarrieren zu profitieren. Eine verstärkte Emissionstätigkeit im Versorgungssektor dürfte attraktive Einstiegsmöglichkeiten für eine Ausweitung des Engagements in diesem Sektor eröffnen. Die Nachfrage dürfte hoch bleiben, gestützt durch die fast nichtzyklische Natur dieses Sektors und seine Partizipation am Energiebedarf des Technologiesektors.
- Der M&A-Markt dürfte sich 2025 wieder beleben und Anleger werden selektiv vorgehen müssen, um hochwertige Wertpapiere zu identifizieren, die von dieser Belebung profitieren könnten. Schuldtitel von Unternehmen, die vorwiegend fremdfinanzierte Übernahmen anstreben, sind risikoreicher. Die stärkste Konsolidierung dürfte im Gesundheitssektor, der Energieindustrie und bei regionalen Banken zu beobachten sein. Anleger mit einem tiefen Verständnis der fundamentalen Faktoren dürften besser aufgestellt sein, um in diesem Umfeld die richtigen Entscheidungen zu treffen.

## Steuerpflichtige US-Kommunalanleihen

- Steuerpflichtige US-Kommunalanleihen (Taxable Municipals) profitieren weiterhin von einer weitgehenden fundamentalen Abschirmung gegenüber politischen Veränderungen auf nationaler Ebene. Dank anhaltend steigender Steuereinnahmen und hoher Rücklagen auf kommunaler Ebene ist die Anlageklasse gut positioniert, um potenziellen wirtschaftlichen Unsicherheiten standzuhalten.
- Der Markt für Taxable Municipals dürfte weiter von einem Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage profitieren, und alle 2025 an den Markt kommenden Neuemissionen sollten problemlos absorbiert werden.
- Die Spreads hochwertiger steuerpflichtiger US-Kommunalanleihen mit AA-Rating haben sich zwar etwas verengt, waren Ende November jedoch immer noch weiter als die US-amerikanischer Investment-Grade-Unternehmensanleihen (Abbildung 9). Taxable Municipals können einen wertvollen Beitrag zur Diversifikation von Fixed-Income-Allokationen leisten.
- Für Nicht-US-Investoren sehen wir Risiken durch die Kosten der Währungsabsicherung und die Spreads gegenüber US-Staatsanleihen. Die Kosten der Absicherung von US-Dollar-Engagements sind weiterhin erhöht. Das gilt insbesondere für Japan. Sollte sich dies fortsetzen, könnte es die Nachfrage nach Taxable Municipals dämpfen. Was die Spreads gegenüber US-Staatsanleihen angeht, zeichnet sich der Markt für steuerpflichtige US-Kommunalanleihen durch eine längere Duration aus und könnte einer erheblichen Renditevolatilität ausgesetzt sein. Ein ausuferndes Haushaltsdefizit könnte zu nachfrageseitigen Sorgen führen.
- Der Markt wird dadurch gestützt, dass es sich bei den Emittenten der zugrunde liegenden Schuldtitel um Anbieter von Grundversorgungsleistungen handelt. Der Markt für steuerpflichtige US-Kommunalanleihen zeichnet sich durch bonitätsstarke Anleihen, ein niedriges Ausfallrisiko, ein anhaltendes Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage und attraktive Korrelationen zu anderen Marktsegmenten aus. Damit bieten Taxable Municipals Anlegern weiterhin langfristige Anlagechancen mit attraktivem Abwärtsrisiko.

**Abb. 9: Die Spreads von Taxable Municipals sind weiterhin höher als die von US-Unternehmensanleihen**

Spread AA-gerateter Titel



Datenquelle: Bloomberg, L.P., 31. Jan. 2018 – 29. Nov. 2024, monatliche Daten. Der angegebene Spread bezieht sich auf den optionsadjustierten Spread (OAS). Die Performanceangaben beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit und sind keine Vorhersage oder Garantie für zukünftige Ergebnisse. Repräsentative Indizes: steuerpflichtige US Municipal Bonds: Bloomberg U.S. Taxable Municipal Bond Index; US-Unternehmensanleihen: Bloomberg U.S. Corporate Bond Index.

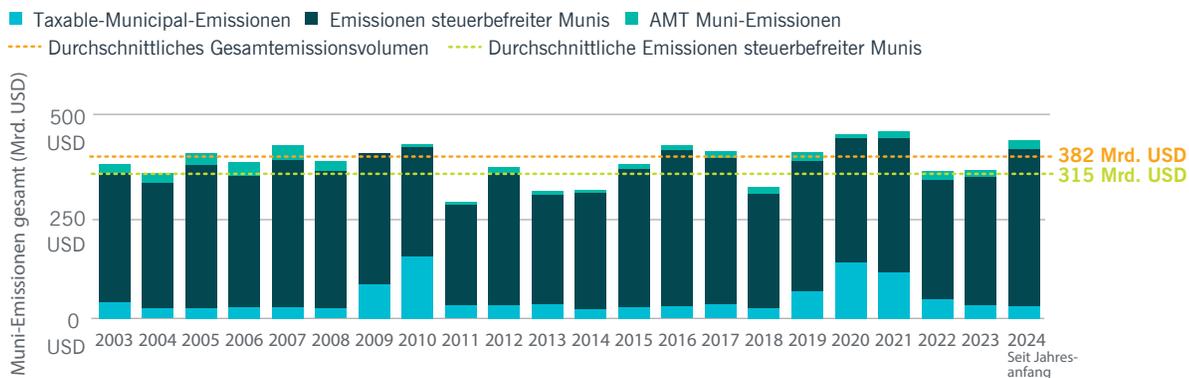
# Steuerbefreite US-Kommunalanleihen

- Die Aussicht auf umfangreichere Konjunkturmaßnahmen der neuen US-Regierung in Verbindung mit einer weniger expansiv ausgerichteten Fed könnte dazu führen, dass die Renditen von US-Staatsanleihen und Municipal Bonds noch längere Zeit auf einem höheren Niveau bleiben. Mit der Verlagerung der Aufmerksamkeit der Märkte von der Geld- auf die Fiskalpolitik wird die Debatte über die künftige Steuerpolitik andauern. Für Municipal-Bond-Investoren sollte sich jedoch nichts ändern. Wir rechnen mit einem bedeutenden Steuerpaket. Die Republikaner werden vermutlich darauf drängen, mehrere wichtige Bestimmungen des „Tax Cuts and Jobs Act“ von 2017 zu verlängern, die ansonsten auslaufen würden, darunter die Grenzsteuersätze für Personen mit hohem Einkommen und die Obergrenze für Abzüge bei bundesstaatlichen und kommunalen Steuern.
- Die Municipal-Bond-Renditen und -Spreads sind attraktiv, was die Nachfrage nach Investment-Grade- und High-Yield-Kommunalanleihen ankurbeln dürfte. Der Municipal-Bond-Markt ist nicht in gleichem Maße gewachsen wie das Vermögen der US-Haushalte. Das hat zu einem Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage geführt. Im Segment der hochverzinslichen Municipal Bonds dürfte das Spreadniveau vorteilhaft bleiben und eine anhaltende Spreadverengung ermöglichen. Wir sehen kein Risiko einer Spreadausweitung, da das Umfeld solide ist, die Kreditkonditionen günstig sind und weniger Ansteckungsrisiken am Markt bestehen als in den Vorjahren.

- Nach einem starken Jahr 2024 dürfte das Angebot am Markt für steuerbefreite Municipal Bonds im Jahr 2025 robust sein. Unsere Analysen deuten auf ein stärker diversifiziertes Angebot hin. Neben High-Yield-Emissionen zur Finanzierung von Infrastruktur für eine wachsende Bevölkerung dürfte die Aussicht auf Zinssenkungen auch kleinere Emittenten an den Markt locken (Abbildung 10).
- Die Muni-Nachfrage ist nach wie vor hoch. Die Anleger halten jedoch weiterhin geldmarktäquivalente Produkte, da die Zinsen langsamer gesunken sind. Der Muni-Markt könnte sich von den Abflüssen der Jahre 2022 und 2023 erholen. Da die Zinsstrukturkurve im Jahr 2025 steiler werden dürfte, werden langfristige Municipal Bonds für Investoren auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten attraktiver.
- Mit Blick in die Zukunft sollten Munis dank robuster Steuereinnahmen und hoher Rücklagen auf bundesstaatlicher und kommunaler Ebene sehr gut für etwaige konjunkturelle Abschwünge gerüstet sein. Ausgewählte Sektoren – vor allem Gesundheit, Bildung und Versorgung – könnten die Auswirkungen des Wahlsiegs der Republikaner mit der Mehrheitsübernahme in beiden Kammern des Kongresses zu spüren bekommen. Viele kommunale Emittenten genießen ein hohes Maß an Autonomie und lokaler Kontrolle, was zu einer relativen Stabilität der für den Schuldendienst zugesagten Einnahmen führt. Auf der Grundlage der sorgfältigen Bewertungen einzelner Emittenten und Sektoren durch unser Credit Research Team identifizieren wir relativ attraktiv bewertete Titel mit hohem Aufwärtspotenzial.

**Abb. 10: Wir rechnen mit einem robusten Angebot an Taxable Municipals im Jahr 2025**

Muni-Emissionen:



Datenquelle: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA.org), U.S. Bond Market Issuance and Outstanding, 04. Nov. 2024 für den Zeitraum bis zum 31. Okt. 2024. Das durchschnittliche Gesamtemissionsvolumen und die durchschnittlichen Emissionen steuerbefreiter Munis beziehen sich auf den Zeitraum 1. Jan. 2003 – 31. Dez. 2023. AMT-Muni-Emissionen sind Teil des Marktes für steuerbefreite Munis.

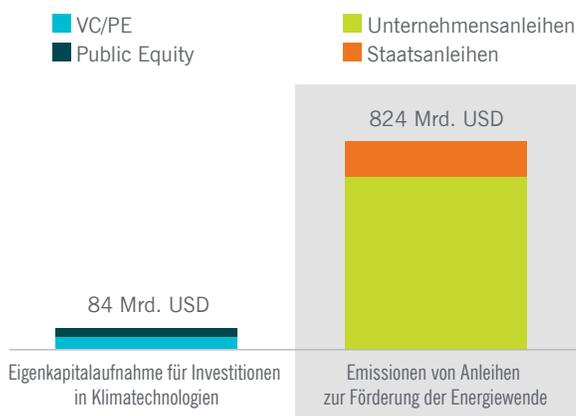
## Impact Investing

- Im Jahr 2024 hat das Emissionsvolumen von sogenannten GSS-Anleihen (Green Bonds, Social Bonds, Sustainability Bonds - grüne, soziale und nachhaltige Anleihen) zum zweiten Mal überhaupt die Marke von 1 Billion USD erreicht. Im Jahr 2025 rechnen wir mit einem ähnlichen Emissionsvolumen, da die Emittenten zunehmend vertraut mit der Verwendung von Anleihen mit spezifischer Zweckbindung sind. Darüber hinaus wird im Jahr 2025 ein erhebliches Volumen an Anleihen fällig. Durch die dadurch erforderliche Refinanzierung längerfristiger Projekte werden sich weitere Marktchancen eröffnen. Neben den sinkenden Kosten durch die Skalierung der Erneuerbare-Energie-Technologien verbessern geringere Kapitalkosten die Margen der Kreditnehmer und ihr Kreditprofil. Wir konzentrieren uns weiterhin auf Finanzierungen, die das zugrunde liegende Betriebsmodell stärken, da dies die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass wir als Kreditgeber (d.h. als Anleiheinvestoren) unser Kapital zurückerhalten.
- Mit der weltweit zunehmenden Bedeutung von Klimazielen und Dekarbonisierungsinitiativen sorgt die Energiewende für langfristigen strukturellen Rückenwind. Angesichts des enormen Kapitalbedarfs bietet der Fremdkapitalmarkt einen effizienten und skalierbaren Mechanismus zur Mobilisierung von Kapital von Investoren und Vermögensinhabern. Private-Equity- und Venture-Capital-Finanzierungen sind mit umfangreichen Sourcing-, Due-Diligence- und Verhandlungszyklen verbunden. Für Impact-Investoren kann ein Engagement über die Anleihemärkte attraktiver sein, da sich hier weitaus größere, liquidere und leichter zugängliche Investitionsmöglichkeiten bieten. Abbildung 11 verdeutlicht dies für das im Jahr 2023 weltweit eingeworbene Kapital. Darüber hinaus bieten die Anleihemärkte zahllose Möglichkeiten für die Portfoliokonstruktion und -diversifikation.
- Der Markt für Green Bonds bietet einen attraktiven Einstiegspunkt für Impact-Investoren und andere Kreditinvestoren. Die Erlösverwendung von grünen Anleihen steht mit den umweltbezogenen Impact-Themen von Nuveen im Einklang. Zu den Wirkungszielen in den Bereichen erneuerbare Energien und Klimawandel gehören der Bau oder die Erweiterung von Solar- und Windkraftanlagen, die Verbesserung der Effizienz von Stromerzeugungs- und -übertragungssystemen sowie Projekte, die zu einer Verringerung der Treibhausgasemissionen führen. Wirkungsziele im Bereich der natürlichen Ressourcen umfassen Landschafts- und

Meeresschutz sowie nachhaltige Forst- und Fischereiwirtschaft, energieeffiziente Gebäude, Sanierung und Revitalisierung belasteter oder kontaminierter Flächen, sauberes Trinkwasser und Abfallmanagement.

- Mithilfe fundierter analytischer Expertise identifizieren wir Anlagechancen am Markt für GSS-Anleihen und darüber hinaus. Durch ein Verständnis der jeweiligen Erlösverwendung und wirkungsorientierten Reportingstruktur können wir auch für uns relevante Anleihen identifizieren, die vielleicht nicht als Impact-Anleihen vermarktet werden.
- Die Spreads von Unternehmensanleihen mit und ohne Investment-Grade-Rating sind weltweit so eng wie fast nie zuvor. Impact-Anleihen können eine komplementäre, diversifizierende Kreditallokation darstellen. Das Anlageuniversum umfasst Anleihen mit kürzeren und längeren Laufzeiten, unterschiedliche Kreditprofile und Ineffizienzen in den Securitized-, Municipal- und Blended-Finance-Sektoren, die Anleger ausnutzen können. In einer Zeit, in der die Märkte mit politischer Unsicherheit, wirtschaftlicher Volatilität und besorgniserregenden Entwicklungen auf internationaler Ebene konfrontiert sind, kann der Impact-Sektor einen wichtigen Beitrag zur Diversifikation von Fixed-Income-Allokationen leisten.

**Abb. 11: Die Kapitalmärkte spielen eine entscheidende Rolle bei der Finanzierung der Energiewende**



Datenquelle: BloombergNEF, 31. Dez. 2023. Die Performanceangaben beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit und sind keine Vorhersage oder Garantie für zukünftige Ergebnisse. Dargestellt sind die Regionen USA, Europa, Asien und Rest der Welt.

---

## Multi-Sektor

Im Fokus unserer Multi-Sektor-Strategien stehen vier zentrale Anlagethemen:

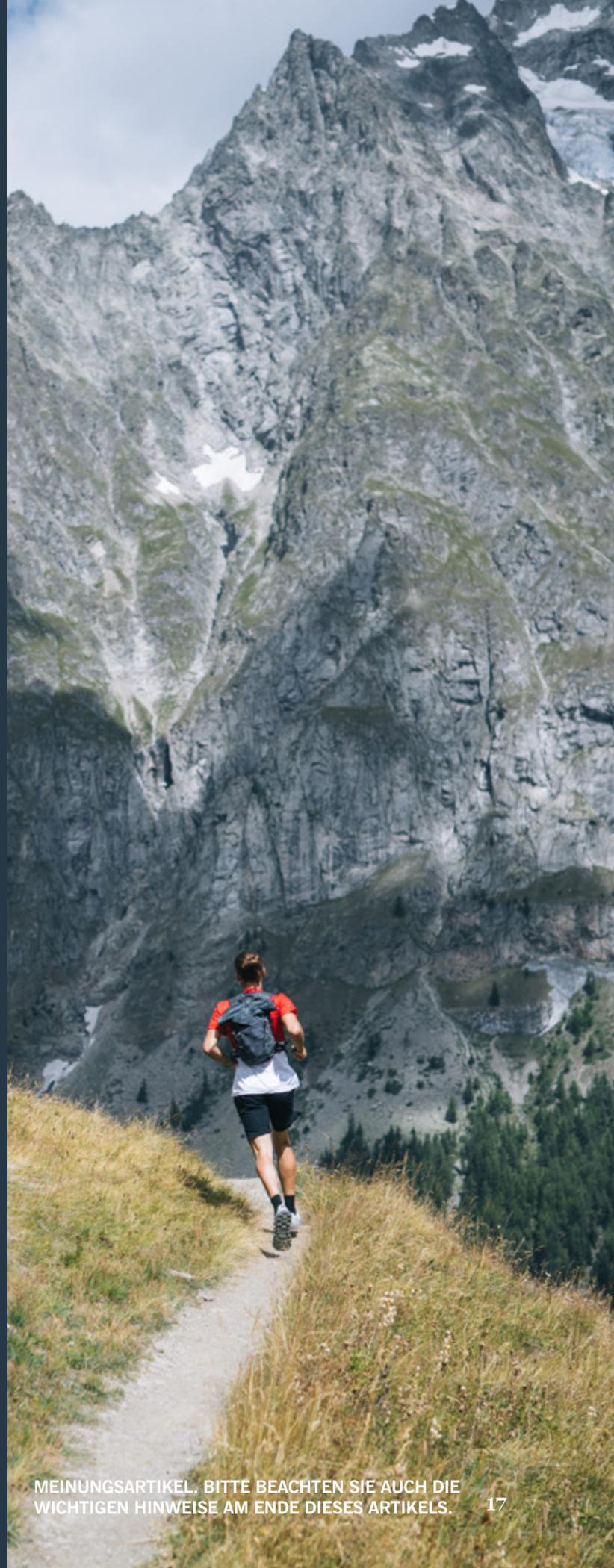
- Das aktuelle Renditeniveau bietet Anlegern den besten Ausgangspunkt seit mehr als 15 Jahren.
- Durch die Aussicht auf eine längere Phase höherer kurz- und langfristiger Zinsen bieten sich gute Chancen, attraktive regelmäßige Erträge zu erzielen.
- Angesichts möglicher neuer politischer Weichenstellungen und einer nachlassenden Wachstumsdynamik sollten sich Anleger auf Volatilitätsschübe einstellen.
- Wichtig ist ein ausgewogenes Verhältnis zwischen der Duration und dem Kreditrisiko als Risikofaktorquellen.

Die Marktvolatilität könnte durchaus bis ins neue Jahr hinein anhalten, und die Fed könnte die Zinsen langsamer senken als ursprünglich erwartet. Politische Ungewissheiten, eine unsichere wirtschaftliche Datenlage und eine weitere Eskalation der geopolitischen Spannungen könnten kurzfristige Marktschocks zur Folge haben.

Ein Regulierungsabbau unter einer Trump-Regierung könnte zu höheren Cashflows für Tilgungs- und Zinszahlungen von Unternehmen führen. Unternehmen am unteren Ende des High-Yield-Segments könnten sich mit höheren Finanzierungs- und Zinskosten konfrontiert sehen. Dadurch könnte ein größerer Schwerpunkt auf Positionen mit höherer Qualität gelegt werden.

Investoren werden allmählich wieder für das Eingehen von Zinsrisiken entschädigt. Wir bleiben vorsichtig in Bezug auf eine Übergewichtung des langen Endes der Zinskurve. Bei einer Ausweitung der Spreads würden wir das Engagement in qualitativ hochwertigen längerfristigen Anlagen jedoch taktisch erhöhen.

Dieses Umfeld sollte agilen, diversifizierten Strategien besonders zugutekommen. Die Volatilität wird für Druck sorgen, und eine umsichtige Kreditauswahl kann helfen, attraktive Renditen zu erzielen. Das High-Yield-Segment sollte weiter vom insgesamt positiven Umfeld für Unternehmen profitieren.





# Autoren

<i>Sektoren</i>	<i>Portfolio Manager</i>	<i>Client Portfolio Manager</i>
<b>Leveraged Finance</b>	Scott Caraher Kevin Lorenz, CFA® Himani Trivedi	Ravi Chintapalli, CFA® Lindsay Gruhl Shannon Jin, CFA®
<b>Schwellenländeranleihen</b>	Katherine Renfrew	Jeffrey C. Smith, CFA®
<b>Entwickelte Märkte ohne USA</b>	John Espinosa	Jeffrey C. Smith, CFA®
<b>Securitized Credit</b>	Chris Jelstrup Aashh K. Parekh, CFA® Nicholas Travaglino	Jack Allen, CAIA Samira Mattin Fogarty
<b>Preferred Securities</b>	Douglas M. Baker, CFA®	Lisa A. Segner, CFA® Kari Stanway, CFA®
<b>Investment-Grade-Anleihen</b>	Joseph Higgins, CFA®	Jack Allen, CAIA Samira Mattin Fogarty
<b>Steuerpflichtige Municipal Bonds</b>	Daniel J. Close, CFA®	Christopher G. Barron
<b>Steuerbefreite Municipal Bonds</b>	Daniel J. Close, CFA®	Andrew J. Luberto, CFA®
<b>Impact Investing</b>	Stephen M. Liberatore, CFA®	Alan Papier, CFA®
<b>Multi-Sektor</b>	Nicholas Travaglino	Jack Allen, CAIA David R. Wilson, CFA® Samira Mattin Fogarty

CFA® und Chartered Financial Analyst® sind eingetragene Handelsmarken im Besitz des CFA Institute.

### Weitere Informationen finden Sie unter [nuveen.com](https://nuveen.com).

#### Wichtige Hinweise

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für die Zukunft.

Diese Unterlagen werden ausschließlich für die Verwendung in privaten Besprechungen zur Verfügung gestellt und dienen ausschließlich Informations- und Gesprächszwecken. Diese Unterlagen sind nur für die Verwendung durch die vorgesehene Zielgruppe bestimmt und dürfen nur an Personen weitergegeben werden, an die sie rechtmäßig verteilt werden dürfen, Personen, die nicht unter diese Beschreibungen fallen, dürfen nicht auf der Grundlage der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen handeln. Jede für die Weiterleitung dieser Unterlagen an Dritte verantwortliche Stelle übernimmt die Verantwortung für die Einhaltung der örtlichen Gesetze, insbesondere der für die Werbung von Finanzprodukten geltenden Vorschriften. Die in diesen Unterlagen dargestellten Informationen gelten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als im Wesentlichen korrekt, jedoch wird keine (ausdrückliche oder stillschweigende) Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Die Daten wurden als zuverlässig erachteten Quellen entnommen; diese Quellen können jedoch die Richtigkeit dieser Daten nicht garantieren. Die hierin enthaltenen Aussagen spiegeln die Meinungen zum Zeitpunkt der Erstellung wider und können ohne weitere Ankündigung geändert werden. Keine der in diesen Unterlagen enthaltenen Aussagen ist oder soll als Versprechen oder Darstellung in Bezug auf die Vergangenheit oder Zukunft gewertet werden. Dieses Dokument stellt weder einen Prospekt noch ein Angebot an die Öffentlichkeit dar. Durch die Bereitstellung dieser Unterlagen wird nicht beabsichtigt, dass ein öffentliches Angebot oder Werbung für Anlagedienstleistungen oder Wertpapiere wirksam wird. Es ist weder dazu beabsichtigt, eine gezielte Anlageberatung zu erbringen, einschließlich, aber ohne Beschränkung auf, Anlage-, Finanz-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung, noch Empfehlungen über die Eignung für einen bestimmten Anleger abzugeben. Nuveen Real Estate ist ein verbundenes Unternehmen von Nuveen, LLC ("Nuveen"), der Investmentsparte von TIAA. Nuveen Real Estate ist ein Name, unter dem Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. Anlageprodukte und -dienstleistungen anbietet. Herausgegeben von Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. (RCS registriert unter der Nummer B-231052), amtlich eingetragen in Luxemburg mit dem eingetragenen Geschäftssitz 4A Rue Henri M Schnadt — 2530 Luxemburg), einem Unternehmen, das durch die Luxemburger Finanzaufsichtsbehörde CSSF zugelassen ist, unter Aufsicht ebendieser Behörde Anlageprodukte und -dienstleistungen anzubieten. Hinsichtlich Aktivitäten in Deutschland unterliegt die deutsche Niederlassung Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).